

Jurnal Fairness Volume 3, Nomor 2, 2013: 117-134

ISSN 2303-0348

***Pengaruh Manajemen Risiko Terhadap Nilai Perusahaan***  
Studi pada Perusahaan Non Keuangan pada BEI yang mengimplementasikan Manajemen Risiko

**Ariane Satri Andina***Program Magister Akuntansi Universitas Bengkulu***Rini Indriani****Eddy Suranta***Jurusan Akuntansi Universitas Bengkulu***ABSTRACT**

*This study investigates the significant impact of ERM programme to firm value and its implication for enterprise itself and also the differences of firm value between ERM's degree of implementation. ur attention in this study on Indonesia's non-finance enterprise in order to control for differences that might arise from regulatory and characteristic of market differences across industries.*

*Using finance risk as ERM's proxies, The test was made into 2 phase by include and exclude size as variable control into a model. The result shows that there is positif significant impact of capital risk to firm value and positive significant risk between credit risk and firm value. We also found that there are differences of firm value between We cant prove the impact of foreign exchange risk, and hedging risk to firm value. We also find that contradictive result when sample is divided based the degree of ERM's implementation. Resulting of the findings, the authors proposes the identification of specific components and processes of ERM that contribute to firm value and evaluation of added benefit of ERM.*

**Keyword :** *Enterprise Risk Management (ERM), Financial Risk Management, Firm Value, Non-Finance Enterprise.*

**I. PENDAHULUAN**

Risiko terjadi sebagai akibat dari ketidakpastian kondisi yang dihadapi oleh perusahaan ketika berinteraksi dalam lingkungan usaha. Aktivitas penilaian risiko ikut didelegasikan pemegang saham kepada manajer. Manajemen akan menjadi agen bagi pemegang saham dalam menilai dan menghadapi risiko-risiko keuangan dan non keuangan. Manajemen bertanggung jawab dalam menilai risiko dan melindungi perusahaan dari risiko yang mengganggu tujuan utama perusahaan dalam memberikan nilai tambah bagi pemegang saham.

Manajer harus melakukan pengendalian risiko pada tiap keputusannya dengan menerapkan manajemen risiko baik tradisional maupun modern. Namun sebagai konsekuensi interaksi entitas dan lingkungan yang tidak bisa dipisahkan manajemen tidak bisa membatasi pengamatan pada risiko keuangan semata, namun juga memperhatikan kondisi non keuangan yang dihadapi perusahaan yang dapat menciptakan risiko pada kinerja perusahaan (Bartram, 2002).

Seiring perubahan manajemen risiko ke arah modern, muncul suatu bentuk model manajemen risiko yang tidak hanya menekankan pada intuisi manajemen, namun mengarahkan implemetasi manajemen risiko dalam menghadapi berbagai elemen risiko melalui hierarki yang sistematis dan konsisten. ISO dan COSO, sebagai lembaga internasional penganjur pengimplementasian manajemen risiko mengklaim bahwa implemetasi manajemen risiko akan meningkatkan nilai perusahaan. Nilai tersebut diperoleh sebagai manfaat dari kemampuan perusahaan untuk mengkuantifikasi dan merasionalisasi *trade-off* risiko-return yang dihadapi perusahaan, sehingga perusahaan

dapat mengakses sumber daya yang dimilikinya untuk mengimplementasikan strategi maupun mengambil risiko yang dapat memberikan nilai (Nocco dan Stultz, 2006).

Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan pengaruh manajemen risiko terhadap nilai perusahaan non-keuangan di Indonesia. Manajemen risiko yang dilakukan dibatasi pada risiko-risiko keuangan perusahaan. Risiko perusahaan dimaksud yaitu risiko modal, likuiditas, kredit, piutang, selisih kurs, dan *hedging* yang menjadi fokus dalam pelaksanaan manajemen risiko. Pembatasan ini dilakukan dikarenakan pengelolaan risiko keuangan telah menjadi tanggung jawab manajemen sebagai agen pemegang saham (Tahir dan Razali, 2011).

Adapun rumusan masalah penelitian ini adalah: 1. Apakah risiko modal mempengaruhi penerapan nilai perusahaan? 2. Apakah risiko likuiditas mempengaruhi nilai perusahaan? 3. Apakah risiko kredit mempengaruhi nilai perusahaan? 4. Apakah risiko selisih kurs mempengaruhi nilai perusahaan? 5. Apakah risiko *hedging* mempengaruhi nilai perusahaan? 6. Apakah terdapat perbedaan nilai perusahaan pada perusahaan yang menerapkan manajemen risiko? Adapun tujuan dari penelitian ini yaitu: 1. Menemukan adanya pengaruh risiko modal terhadap nilai perusahaan. 2. Menemukan adanya pengaruh risiko likuiditas terhadap nilai perusahaan. 3. Menemukan adanya pengaruh risiko kredit terhadap nilai perusahaan. 4. Menemukan adanya pengaruh risiko selisih kurs terhadap nilai perusahaan. 5. Menemukan adanya pengaruh risiko *hedging* terhadap nilai perusahaan. 6. Menemukan adanya perbedaan nilai perusahaan pada perusahaan yang menerapkan manajemen risiko.

## II. KERANGKA TEORETIS

### 2.1 Landasan Teori

#### 2.1.1 Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

*Signalling theory* menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Menurut Jogiyanto (2000: 392), informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Informasi tersebut dapat diungkapkan perusahaan melalui berbagai media salah satunya adalah laporan keuangan tahunan. Informasi keuangan dalam laporan tahunan meliputi neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan modal, laporan arus kas, dan catatan atas laporan keuangan. Informasi non keuangan yang diungkapkan dalam laporan tahunan meliputi laporan manajemen yang berisi informasi penting mengenai perusahaan seperti laporan dewan komisaris, laporan direksi, kinerja perusahaan selama satu periode, profil perusahaan, strategi perusahaan, prospek perusahaan, dan informasi penting lainnya yang berhubungan dengan perusahaan. Pengungkapan dalam pelaporan keuangan merupakan penyajian informasi yang diperlukan untuk operasi optimal pasar modal yang efisien.

Berdasarkan sifatnya, Suwardjono (2005:583) menyatakan ada dua macam jenis pengungkapan yaitu pengungkapan sukarela dan pengungkapan wajib. Pengungkapan sukarela adalah pengungkapan yang dilakukan perusahaan di luar apa yang diwajibkan. Sebaliknya, pengungkapan wajib adalah pengungkapan yang dimandatkan oleh *standard setter* kepada manajemen dalam membuat pelaporan keuangan. (Scott, 2000:423) menjelaskan bahwa manajemen selalu berusaha untuk mengungkapkan informasi privat yang menurut pertimbangannya sangat diminati oleh calon investor dan pemegang saham khususnya kalau informasi tersebut merupakan berita baik (*good news*). Di samping itu, manajemen berminat menyampaikan informasi yang dapat meningkatkan kredibilitasnya dan kesuksesan perusahaan meskipun informasi tersebut tidak diwajibkan dengan harapan informasi tersebut dapat memberikan dampak positif nilai perusahaan.

#### 2.1.2 Teori Keagenan (*Agency Theory*).

Teori keagenan dapat dipandang sebagai model kontraktual antara dua atau lebih orang (pihak), dimana salah satu pihak disebut agen dan pihak yang lain disebut prinsipal. Prinsipal mendelegasikan pertanggungjawaban atas pengambilan keputusan kepada agen, tertentu sesuai dengan kontrak kerja yang telah disepakati. Tarjo (2002) menyebutkan bahwa teori keagenan menjelaskan tentang permasalahan keagenan sebagai akibat pemisahan kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Adapun tujuan dipisahkannya pengelolaan dari kepemilikan perusahaan adalah untuk memperoleh keuntungan semaksimal mungkin dengan biaya seefisien mungkin melalui pengelolaan perusahaan oleh tenaga profesional.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa manajemen (sebagai agen) dan pemilik modal (sebagai prinsipal) masing-masing ingin memaksimalkan utiliti-nya. Manajemen dan pemilik modal, akan berusaha untuk memaksimalkan utilitasnya masing-masing melalui informasi yang dimiliki. Tetapi manajer memiliki informasi yang lebih banyak dibanding dengan pemegang saham, sehingga menimbulkan asimetri informasi yang dapat menimbulkan perilaku oportunistik oleh manajemen. Perilaku oportunistik manajer dapat dijelaskan melalui pemahaman yang disajikan dalam asumsi sifat dasar manusia (Scott, 2000). Dalam asumsi sifat dasar manusia menyatakan bahwa manusia memiliki keinginan untuk memenuhi kepentingan sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*), dan penghindar risiko (*risk averse*). Informasi yang lebih banyak dimiliki oleh manajer dapat memicu tindakan-tindakan *moral hazard* yang sesuai dengan keinginan dan kepentingan untuk memaksimalkan utilitasnya.

Masalah keagenan yang timbul memicu pemegang saham akan mengatasi permasalahan tersebut dengan melakukan pengawasan kepada manajemen. Masalah keagenan dapat diminimumkan dengan penyelenggaraan pengelolaan perusahaan yang baik (*good corporate governance*). *Forum for Corporate Governance in Indonesia*, (FCGI, 2003) mendefinisikan *corporate governance* atau tata kelola perusahaan sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka. Dalam perkembangannya, peran *good corporate governance* tidak semata ditujukan untuk mengatasi masalah keagenan, namun juga membantu perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

### 2.1.3 Nilai Perusahaan

Fama (1980) menyebutkan bahwa nilai perusahaan tercermin dari harga sahamnya. Nilai perusahaan dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi yang dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan menjadi penting karena diasosiasikan dengan tingginya kemakmuran pemegang saham. Salah satu alat yang dapat dipakai untuk mengukur nilai perusahaan adalah dengan menggunakan rasio Tobin's Q. Rasio Tobin's Q merupakan persentasi dari nilai perusahaan (*asset*) terhadap pengganti biaya yang dikeluarkan perusahaan. Nilai 'q' adalah solusi alternatif untuk mengukur kinerja perusahaan karena memakai kombinasi akuntansi dan informasi perusahaan (Lovero, 2000) serta terbebasnya rasio tersebut dari manipulasi yang mungkin dilakukan oleh manajer (Hyot, 2006).

## 2.2 Manajemen Risiko

### 2.2.1 Risiko dan Manajemen Risiko

Risiko didefinisikan sebagai suatu ketidakpastian yang berkaitan erat terhadap suatu aktivitas. Oleh karena itu, penilaian risiko menjadi penting dalam rangka menjamin tingkat ketahanan akibat dampak buruk yang diakibatkan oleh kejadian yang memiliki risiko bagi usaha. Pengenalan terhadap jenis dan bentuk risiko merupakan hal yang harus dikuasai oleh

manajemen dan pemilik usaha guna pengambilan keputusan yang dapat memastikan apakah bisnis tetap berjalan atau tidak. Secara umum risiko dapat dikelompokkan sebagai berikut:

- 1) Risiko Murni (*pure risk*); Risiko murni adalah keadaan dimana terdapat kemungkinan kerugian tanpa disertai kemungkinan mendapatkan keuntungan. Risiko murni (*pure risk*) dapat dikelompokkan pada 3 (tiga) tipe, yaitu risiko asset fisik, risiko karyawan, dan risiko legal.
- 2) Risiko Spekulatif (*speculative risk*); Dalam risiko yang berbentuk spekulatif, terdapat adanya harapan terjadinya kerugian dan juga keuntungan. Risiko ini biasanya berkaitan dengan risiko usaha atau bisnis. Contoh dari risiko spekulatif terlihat pada pembelian saham, valuta asing, penyimpanan dalam bentuk emas, perubahan tingkat suku bunga perbankan. Risiko spekulatif (*speculative risk*) dapat dikelompokkan menjadi risiko pasar, risiko kredit/investasi, risiko likuiditas, risiko operasional, dan risiko strategi.

Setiap kegiatan bisnis usaha yang dilakukan oleh manajer, maupun kegiatan investasi yang diputuskan oleh pemegang saham memiliki risiko bawaan yang mungkin dapat memberikan efek bagi pencapaian tujuan perusahaan. Sebagai salah satu upaya untuk mengatasi hal tersebut, perusahaan melakukan implementasi manajemen risiko. Beberapa istilah yang menunjuk pada aspek pengelolaan risiko antara lain *Enterprise -Wide Risk Management* (EWRM), *Holistic Risk Management* (HRM), *Corporate Risk Management* (CRM), *Business Risk Management* (BRM), *Integrated Risk Management* (IRM) dan *Strategic Risk Management* (SRM). Penjelasan mengenai manajemen risiko didefinisikan sebagai suatu proses pengidentifikasian, penilaian, dan pembuatan skala prioritas atas akibat dari ketidakpastian suatu tujuan, baik itu baik maupun buruk, yang kemudian diikuti dengan pengkoordinasian aplikasi ekonomi dari sumber daya untuk mengurangi risiko, mengawasi, dan mengontrol kemungkinan dan atau akibat dari kejadian yang tidak diinginkan, atau untuk memaksimalkan terjadinya suatu kesempatan untuk meraih keuntungan. Terdapat beberapa pedoman pelaksanaan manajemen risiko sesuai dengan lembaga yang menerbitkan pedoman tersebut, yakni sebagai berikut:

1) Model COSO

COSO mendefinisikan manajemen risiko sebagai suatu proses, yang dipengaruhi oleh jajaran direksi, manajemen, dan bagian entitas lainnya, yang mengaplikasikan pembuatan strategi pada perusahaan, didesain untuk mengidentifikasi kejadian yang berpotensi akan mempengaruhi entitas, dan mengelola risiko, untuk kemudian menyediakan kepastian yang lebih masuk akal dalam rangka pencapaian tujuan entitas perusahaan. Manajemen risiko menurut COSO terdiri dari 8 komponen yang saling terkait, yaitu lingkungan internal (*internal environment*), penentuan tujuan (*objective setting*), identifikasi kejadian (*event identification*), penilaian risiko (*risk assessment*), respons risiko (*risk response*), kegiatan pengendalian (*control activities*), informasi dan komunikasi (*information and communication*), dan pengawasan (*monitoring*)

2) Model ISO

Didalam penerapan manajemen risiko, ISO 31000 menerbitkan 11 prinsip dasar agar dapat dilaksanakan secara efektif, yaitu manajemen risiko menciptakan nilai tambah, manajemen risiko adalah bagian integral proses dalam organisasi, manajemen risiko adalah bagian dari pengambilan keputusan, manajemen risiko secara eksplisit menangani ketidakpastian, manajemen risiko bersifat sistematis, terstruktur, dan tepat waktu, manajemen risiko berdasarkan informasi terbaik yang tersedia, manajemen risiko dibuat sesuai kebutuhan, manajemen risiko memperhitungkan faktor manusia dan budaya, manajemen risiko bersifat transparan dan inklusif, manajemen risiko bersifat dinamis, interaktif, dan responsif terhadap perubahan, dan manajemen risiko memfasilitasi perbaikan dan pengembangan berkelanjutan organisasi. Sebagai suatu organisasi, perusahaan harus mengembangkan dan mengimplementasikan strategi untuk memperbaiki kematangan manajemen risiko mereka bersama aspek-aspek lain dalam organisasi mereka. Selain itu, manajemen risiko juga berfungsi sebagai sistem peringatan dini dan mitigasi risiko negatif.

Adapun tahapan pelaksanaan manajemen risiko yaitu penelaahan risiko dan tindak lanjut penanganan risiko.

### 2.2.2 Pengelolaan Risiko Keuangan dalam Manajemen Risiko

Manajemen risiko dengan kebijakan-kebijakan yang disetujui oleh dewan direksi, akan melakukan kegiatan untuk mengidentifikasi, mengevaluasi dan melakukan aktivitas lindung nilai secara ekonomis atas risiko keuangan. Nocco dan Stulz (2006) berpendapat bahwa sebagian besar manajemen akan memfokuskan pengendalian risiko melalui pengelolaan risiko-risiko keuangan karena tanggung jawab manajer dalam mengelola perusahaan.

**1) Risiko Modal;** Secara umum, dalam catatan atas laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan non keuangan di Indonesia, hampir seluruh perusahaan yang menerapkan manajemen risiko, menginformasikan pengelolaan risiko modal dengan mengawasi nilai rasio *gearing*. Rasio ini dihitung dengan membagi jumlah utang dengan jumlah modal.

**2) Risiko Likuiditas;** Rasio likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek dan bagian dari kewajiban jangka panjang yang jatuh tempo. Istilah *liquid* menunjukkan jumlah uang yang dimiliki dan aktiva yang diubah menjadi uang. Setiap aktiva yang dimiliki perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang berbeda dan kas serta setara kas merupakan aktiva yang paling *liquid* yang dikuasai oleh perusahaan. Perusahaan dikatakan memiliki risiko likuiditas ketika posisi arus kas menunjukkan pendapatan jangka pendek tidak cukup untuk menutupi pengeluaran jangka pendek. Rasio likuiditas yang digunakan dalam penelitian ini berupa rasio lancar. Rasio lancar yang rendah biasanya dianggap bahwa perusahaan mengalami masalah likuidasi sebaliknya rasio lancar yang terlalu tinggi juga tidak baik, karena perusahaan dianggap dapat mengurangi kemampuan laba perusahaan (Sawir, 2009:10).

**3) Risiko Kredit;** Risiko kredit menunjukkan seberapa besar porsi piutang atas penjualan yang terjadi. Risiko ini menunjukkan seberapa besar kemungkinan terjadinya piutang tak tertagih terjadi. Beban penurunan nilai yang terkait dengan piutang diklasifikasikan ke dalam “Cadangan Kerugian Penurunan Nilai”.

**4) Risiko Mata Uang Asing;** Risiko mata uang asing adalah risiko atas perubahan nilai tukar Rupiah sebagai mata uang pelaporan yang dipakai oleh perusahaan terhadap mata uang asing, khususnya Dolar Amerika Serikat dan Yen Jepang. Pelemahan atau penguatan Rupiah terhadap mata uang asing tersebut akan dicatat sebagai kerugian maupun keuntungan akibat penjabaran karena selisih kurs akan mempengaruhi dapat mempengaruhi pendapatan dan kinerja perusahaan. Untuk transaksi dengan mata uang asing, risiko selisih kurs dapat diminimalkan dengan melakukan kontrak lindung nilai (*hedging*). *Hedging* adalah suatu strategi manajemen risiko dimana perusahaan melakukan suatu kontrak forward dengan mengambil posisi nilai tukar kurs dengan tujuan menghemat pengeluaran yang akan jatuh tempo.

Berdasarkan uraian di atas maka hipotesa penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>** : Risiko Modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

**H<sub>2</sub>** : Risiko Likuiditas (*current ratio*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

**H<sub>3</sub>** : Risiko Kredit berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

**H<sub>4</sub>** : Risiko selisih kurs berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

**H<sub>5</sub>** : Risiko *hedging* mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan.

**H<sub>6</sub>** : Terdapat perbedaan nilai perusahaan antar kelompok perusahaan yang melakukan manajemen risiko.

## III. METODE PENELITIAN

### 3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan studi empiris (*empirical research*). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan

yang menjadi sampel penelitian didasarkan pada kriteria-kriteria tertentu (*purposive sampling*) yaitu sebagai berikut: 1. Perusahaan merupakan perusahaan non keuangan yang tercatat pada BEI periode 2010-2011; 2. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara lengkap, konsisten dan tidak *delisting* selama periode 2010-2011; 3. Laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan menggunakan mata uang rupiah; 4. Perusahaan yang mengungkapkan penerapan manajemen risiko pada laporan keuangan tahunan.

### 3.2 Jenis Dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang berasal dari laporan tahunan yang diterbitkan oleh perusahaan. Data yang digunakan meliputi:

- 1) Informasi manajemen risiko yang terdapat didalam catatan atas laporan keuangan.
- 2) Data harga saham dan jumlah saham yang beredar mulai akhir Desember 2010 sampai dengan akhir Desember 2011. Data harga saham ini digunakan untuk menghitung Tobin's Q (nilai perusahaan).
- 3) Natural Logaritma Total Aset yang digunakan untuk melihat ukuran (EPS) perusahaan.
- 4) Persentase perubahan *Earning Before Interest dan Tax* (EBIT), persentase perubahan penjualan dan persentase perubahan *Earning Per Share* (EPS) untuk menghitung *Leverage Operasi* (DOL) dan *Leverage Keuangan* (DFL).
- 5) Nilai piutang dan nilai penjualan untuk menghitung risiko kredit.
- 6) Nilai neto hutang setelah dikurangi kas dan setara kas dan nilai pasar ekuitas (*market value of equity*) yang digunakan untuk menghitung risiko modal.
- 7) Informasi selisih kurs dan *Hedging*.

### 3.3 Definisi Operasional

Adapun definisi operasional dalam penelitian ini sebagai berikut :

- 1) Variabel independen dalam penelitian ini adalah :
  - a) Risiko modal yang dihitung dengan membagi total terhadap ekuitas
  - b) Risiko *lverage* dihitung dengan membagi total aktiva lancar dan total utang lancar.
  - c) Risiko kredit dihitung dengan membagi nilai piutang dengan nilai penjualan
  - d) Selisih kurs akibat penjabaran akuntansi yang dihitung dengan membagi laba/rugi dari selisih kurs terhadap arus kas operasi.
  - e) *Hedging* dihitung dengan membagi *hedging* dengan total utang.
  - f) *Size* yang dihitung dengan menggunakan natural logaritma dari total aset.
- 2) Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diprosikan dengan rasio Tobin's Q.

### 3.4 Pengukuran Variabel Penelitian

Sebagai proksi atas nilai perusahaan, penulis memakai Q-ratio yang diperkenalkan oleh James Tobin (1969). Pemilihan Tobin's Q sebagai rasio nilai perusahaan karena rasio ini terbebas dari manipulasi manajerial (Hoyt dan Liebenberg, 2006). Rasio Tobin's Q diberi simbol Q dimana perhitungan ini sesuai dengan yang digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Himmelberg et al., (1999), (2002), Suranta dan Midiastuty (2003) dan Suranta dan Machfoedz (2003), yaitu :

$$Q = (EMV + D)/(EBV+D) \dots\dots\dots (1)$$

dimana:

- Q** : Nilai perusahaan  
**EMV** : Nilai pasar ekuitas (EMV= closing price x jumlah saham yang beredar).  
**D** : Nilai buku dari total hutang.  
**EBV** : Nilai buku dari total aktiva.

Untuk mengukur Ukuran perusahaan (*size*) dalam penelitian ini menggunakan natural logaritma dari nilai pasar sekuritas (jumlah saham yang beredar x harga penutupan). Variabel ini digunakan untuk menggambarkan *shareholders wealth* (Grant,

1995). Sedangkan risiko keuangan diproksikan dalam simbol LEV merupakan perbandingan antara nilai buku total hutang terhadap nilai buku total aktiva.

Risiko modal dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Risiko Modal} = \frac{\text{Utang Netto}}{\text{Jumlah modal}}$$

Risiko likuiditas diproksikan kepada rasio lancar dan dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Rasio Lancar} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Utang Lancar}}$$

Risiko kredit dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Risiko Kredit} = \frac{\text{Piutang}}{\text{Penjualan}}$$

Risiko selisih kurs dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Risiko Selisih Kurs} = \frac{\text{Laba/Rugi dari Selisih Kurs}}{\text{Arus Kas Operasi}}$$

Dan risiko *hedging* dihitung dengan rumus:

$$\text{Risiko Hedging} = \frac{\text{Hedging}}{\text{Total Utang}}$$

### 3.5 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis pertama dan kelima dilakukan untuk melihat pengaruh pelaksanaan manajemen risiko terhadap nilai perusahaan. Model yang digunakan adalah regresi linear berganda dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrolnya. Sedangkan untuk pengujian hipotesis keenam dilakukan untuk melihat perbedaan nilai perusahaan pada beberapa tingkat penerapan manajemen risiko. Untuk pengujian hipotesis ini, sampel perusahaan akan dibagi kedalam tiga kelompok perusahaan berdasarkan tingkat pelaksanaan manajemen risiko pada perusahaan.

Ketiga kelompok perusahaan dibagi berdasarkan kategori yakni kategori pertama (1), untuk perusahaan yang hanya menginformasikan penerapan manajemen risiko pada catatan atas laporan keuangannya. Kategori kedua (2), jika perusahaan menerapkan manajemen risiko, menginformasikan adanya manajemen yang mempertimbangkan, namun tanpa disertai direktur yang bertanggung jawab terhadap penerapan manajemen risiko tersebut, dan kategori ketiga (3), jika perusahaan telah menerapkan manajemen risiko dan juga memiliki direktur yang bertanggung jawab terhadap penerapannya. Variabel dependen adalah nilai perusahaan dan variabel covariate yakni tingkat pengimplementasian manajemen risiko.

Sebagai tambahan penelitian, peneliti juga akan melihat pengaruh manajemen risiko pada nilai perusahaan pada beberapa tingkat pelaksanaan manajemen risiko di atas. Model persamaan untuk menguji pengaruh manajemen risiko terhadap nilai perusahaan yakni:

$$Q = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size} + \alpha_2 \text{RiskModal} + \alpha_3 \text{RisikoLikuditas} + \alpha_4 \text{Risiko Kredit} + \alpha_5 \text{Selisih Kurs} + \alpha_6 \text{Hedging} + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

Dimana;

**Q** : proksi atas nilai perusahaan.

**Risiko Modal** : Risiko modal dihitung dengan membagi total hutang terhadap ekuitas.

**Risiko Leverage** : Risiko leverage dihitung dengan membagi total aktiva lancar dan total utang lancar.

**Risiko Kredit** : Piutang usaha/ penjualan

**Selisih Kurs** : Selisih kurs akibat penjabaran akuntansi

**Hedging** : Nilai lindung nilai yang dilakukan oleh perusahaan pada tahun t.

**SIZE** : Natural Logaritma dari Total Asset.

$\alpha_1 \alpha_2 \alpha_3 \alpha_4 \alpha_5$  : Koefisien regresi  
 $\varepsilon$  : *error term*

Hipotesis pertama, kedua, keempat, dan kelima dapat diterima apabila nilai signifikannya dibawah 5%. Untuk hipotesis ketiga yang tidak menentukan arah pengaruh, hipotesis diterima apabila tingkat signifikansi dibawah 2,5%. Sedangkan untuk hipotesis keenam yang menggunakan uji two-way Anova, hipotesis diterima jika tingkat signifikansi pada *corrected model* dibawah 5%.

### 3.6 Metoda Analisis Data

#### 3.6.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menganalisis dan menyajikan data kuantitatif dengan tujuan untuk mengetahui gambaran perusahaan yang dijadikan sampel penelitian. Dengan menggunakan statistik deskriptif maka dapat diketahui nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, sum, range, kurtosis dan skewness (Ghozali, 2006).

#### 3.6.2 Pengujian Asumsi Klasik

Uji normalitas pada dasarnya bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel independen dan variabel dependen atau keduanya telah terdistribusi secara normal atau tidak. Untuk mendeteksi apakah variabel pengganggu memiliki distribusi normal atau tidak dengan uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S) (Ghozali, 2006). Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis :  $H_0$  : Data residual berdistribusi normal;  $H_A$  : Data residual tidak berdistribusi normal.

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas digunakan uji glesjer.

Uji Multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas/independen. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas dalam model regresi dengan melihat nilai tolerance dan lawannya nilai *variance inflation factor* (VIF). Suatu model regresi yang terdapat multikolinearitas apabila nilai tolerance < 0,10 dan nilai VIF > 10.

Uji Autokolerasi atau asumsi independensi residual menggunakan metode Durbin-Watson. Uji Durbin-Watson hanya digunakan untuk autokolerasi tingkat satu (*first order autocorrelation*) dan hanya mensyaratkan adanya intercept (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel lagI diantara variabel independen. Dimana dalam metodenya dinyatakan jika nilai menunjukkan nilai sekitar angka 2 yang secara umum dijadikan patokan untuk menyimpulkan terjadinya independensi residual (Ghozali, 2006).

## IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### 4.1 Hasil Penelitian

#### 4.1.1 Deskripsi Sampel Penelitian

Penelitian dilakukan dengan pengambilan sampel pada seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010-2011. Periode pengamatan dilakukan selama dua tahun dengan jumlah populasi perusahaan yang tersedia yaitu sebanyak 240 perusahaan di tahun 2010 dan 241 di tahun 2011. Selanjutnya berdasarkan pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* terpilih 120 perusahaan sampel yang mewakili dalam dua tahun berturut-turut sehingga diperoleh sebanyak 120 x 2 periode maka didapatkan sampel data sebanyak 120 data amatan.

#### 4.1.2 Hasil Pengujian Hipotesis

##### 4.1.2.1 Hasil Pengujian Hipotesis 1 Sampai Dengan Hipotesis 5

Dalam pengujian hipotesis 1 hingga hipotesis 5, dilakukan uji regresi untuk melihat pengaruh manajemen risiko pada nilai perusahaan. Peneliti juga akan melakukan uji pengaruh secara terpisah kepada ketiga kelompok sampel perusahaan yang dikelompokkan



menurut pengimplementasian manajemen risiko. Selanjutnya, model regresi diuji untuk masing-masing kelompok sebanyak dua kali yaitu dengan memperhitungkan variabel kontrol dan tanpa memperhitungkan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Tabel 4.9 merupakan hasil uji regresi untuk kelompok sampel kedua sebelum dan setelah menggunakan variabel kontrol.

Dari hasil pengujian tanpa memperhitungkan variabel kontrol, nilai  $R^2$  0,077 dengan *adjusted*  $R^2$  adalah 0,055 (5,5%) yang berarti bahwa varian variabel bebas (risiko modal, risiko likuiditas, risiko kredit, risiko selisih kurs dan risiko *hedging*) memengaruhi varian variabel terikat yaitu nilai perusahaan sebesar 5,5%, sedangkan sisanya 84,5 % (100 – 5,5) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Nilai *F-test* digunakan untuk melihat hubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat sebesar 3,549 dengan signifikansi 0,004 (lebih kecil dari 0,05). Hal ini berarti bahwa variabel independen secara serentak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Nilai dari koefisien risiko modal bertanda positif 0,016 dengan signifikansi 0,002 menunjukkan tingkat keyakinan 95% risiko modal berpengaruh positif dan signifikan secara statistik pada nilai perusahaan. Koefisien risiko likuiditas bertanda positif 0,028 dengan signifikansi sebesar 0,370 menunjukkan tingkat keyakinan 95% risiko likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kesimpulan ini juga dapat diambil pada variabel risiko kredit dengan koefisien bertanda positif 0,516 dengan signifikansi sebesar 0,058, risiko selisih kurs dengan nilai koefisien positif 0,081 dan tingkat signifikan 0,755, serta variabel risiko *hedging* dengan nilai koefisien positif 0,621 dengan tingkat signifikan 0,964. Hal ini menunjukkan pada tingkat keyakinan 95% risiko likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

**$Q = 0,837 + 0,016 \text{ Risiko Modal} + 0,028 \text{ Risiko Likuiditas} + 0,516 \text{ Risiko Kredit} + 0,081 \text{ Risiko Selisih Kurs} + 1,621 \text{ Risiko Hedging}$**

**Tabel 4.2 Hasil Uji Regresi**

Variabel	Kelompok 2					
	(Sebelum Variabel Kontrol)			(Setelah Variabel Kontrol)		
	Koefisien	T	Sig.	Koefisien	T	Sig.
Konstan	.837	9.981	0.000	0.534	9.187	0.000
Riskmodal	.016	3.160	0.002	0.002	1.638	0.103
Riskliquid	.028	.899	0.370	-0.008	-1.030	0.304
Riskkredit	.516	1.910	0.058	0.282	3.105	0.002
Risk Forex	.081	.312	0.755	0.015	.215	0.830
Risk Hedging	1.621	.045	0.964	3.646	.302	0.763
<i>Size</i>				0.017	8.600	0.000
$R^2$		0,077			0.850	
<i>Adjusted</i> $R^2$		0.055			0.722	
$R^2$ -change		0,077			0.714	
<i>F-test</i>		3,549			91,854	
<i>F-change</i>		3,549			88.291	
Signifikan F		0.004			0.000	

Sumber: data sekunder diolah (2013)

Hasil regresi dengan memperhitungkan ukuran perusahaan (*size*) sebagai variabel kontrol menunjukkan nilai *F-test* sebesar 91,854 dibandingkan sebelum memasukkan variabel kontrol. Nilai  $R^2$  dan *adjusted*  $R^2$  meningkat menjadi masing-masing senilai 0,850 dan 0,722 yang berarti bahwa varian variabel bebas (risiko modal, risiko likuiditas, risiko kredit, risiko selisih kurs dan risiko *hedging*) memengaruhi varian variabel terikat (nilai perusahaan) sebesar 85%, sedangkan sisanya 15% persen (100 – 85) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model dan tingkat signifikan menjadi lebih

tinggi sebesar 0,00. Dengan demikian disimpulkan bahwa ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol dapat menurunkan nilai bias dan meningkatkan kelayakan model.

Dari hasil uji regresi, nilai koefisien risiko modal bertanda positif sebesar 0,534 dengan signifikansi 0,103. Hal ini menunjukkan pada tingkat keyakinan 95% risiko modal berpengaruh tidak signifikan pada nilai perusahaan. Sedangkan risiko kredit dengan nilai koefisien positif 0,282 dan tingkat signifikan 0,002 menunjukkan tingkat keyakinan 95% risiko kredit berpengaruh positif signifikan pada nilai perusahaan. Persamaan model dengan variabel kontrol dapat dirumuskan yakni sebagai berikut:

$$Q = 0,534 + 0,002 \text{ Risiko Modal} - 0,008 \text{ Risiko Likuiditas} + 0,282 \text{ Risiko Kredit} + 0,015 \text{ Risiko Selisih Kurs} + 3,646 \text{ Risiko Hedging} + 0,017 \text{ Size}$$

**Tabel 4.3 Hasil Uji Regresi Kelompok Pertama**

Variabel	Kelompok 1					
	(Sebelum Variabel Kontrol)			(Setelah Variabel Kontrol)		
	Koefisien	T	Sig.	Koefisien	T	Sig.
Konstan	1.02304	13.073	0.000	0.1842	1.8809	0.0665
Riskmodal	-0.00045	-0.111	0.913	-0.015	-3.4021	0.0014
Riskliquid	0.00059	0.039	0.969	-0.0368	-1.2904	0.2035
Riskkredit	-0.06083	-0.659	0.517	-0.0063	-0.0379	0.9699
Forex	-0.00103	-0.018	0.985	-0.0865	-1.01	0.3179
Hedging	-0.22179	-0.057	0.955	-6.7501	-0.6809	0.4994
Size				0.0322	30.0065	0.000
R <sup>2</sup>		0.379			0.983	
Adjusted R <sup>2</sup>		0.244			0.98	
R <sup>2</sup> -change		0.379			0.604	
F-test		2,812			423.406	
F-change		-			420.594	
Signifikan F		0.04			0.000	

Sumber: data sekunder diolah (2013)

**Tabel 4.4 Hasil Uji Regresi Kelompok Kedua**

Variabel	Kelompok 2					
	(Sebelum Variabel Kontrol)			(Setelah Variabel Kontrol)		
	Koefisien	T	Sig.	Koefisien	T	Sig.
Konstan	1.396	6.403	0.000	0.581	6.414	0.000
riskmodal1	-0.033	-1.008	0.316	-0.001	-0.257	0.797
riskliquid1	0.126	3.754	0.000	-0.041	-1.314	0.192
riskkredit1	-1.009	-1.478	0.143	0.165	1.044	0.299
forex1	0.565	0.766	0.446	0.264	1.075	0.285
hedging1	39.319	0.506	0.614	18.241	0.917	0.361
size1				0.017	5.194	0.000
R <sup>2</sup>		0.179			0.378	
Adjusted R <sup>2</sup>		0.132			0.335	
R <sup>2</sup> change		-			0.199	
F-test		3.826			8.820	
F-change		-			4.994	
Signifikan F		0.003			0.000	

Sumber: data sekunder diolah (2013)

**Tabel 4.5 Hasil Uji Regresi Kelompok Ketiga**

Variabel	Kelompok 3					
	(Sebelum Variabel Kontrol)			(Setelah Variabel Kontrol)		
	Koefisien	T	Sig.	Koefisien	T	Sig.
Konstan	1.03	13.07	0.00	0.418	4.634	0.00
Risk modal	-0.02	-0.83	0.41	-0.039	-2.531	0.014
Risk liquid	0	-0.29	0.77	-0.004	-0.412	0.682
Risk kredit	-0.69	-1.62	0.11	-0.429	-0.629	0.532
Risk forex	0.01	0.08	0.93	0.045	0.445	0.658
Risk <i>hedging</i> <i>size1</i>	-138.63	-2.62	0.01	23.042	0.133	0.894
R <sup>2</sup>		0.234			0.922	
R <sup>2</sup> change		-			0.618	
Adjusted R <sup>2</sup>		0.134			0.915	
F-test		2.487			130.172	
F-change		-			127.685	
Signifikan F		0.046			0.00	

Sumber : data sekunder diolah (2013).

#### 4.1.2.2 Hasil Pengujian Hipotesis 6

Hipotesis keenam digunakan untuk melihat perbedaan manajemen risiko pada tiap kelompok terhadap nilai perusahaan digunakan uji ANOVA. Variabel dependent pada persamaan yaitu nilai perusahaan sedangkan derajat implementasi manajemen risiko sebagai covariate.

**Tabel 4.6 Hasil Uji Beda**

Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	33.353 <sup>a</sup>	2	16.677	5.830	.003
Intercept	489.826	1	489.826	171.244	.000
Erm	33.353	2	16.677	5.830	.003
Error	617.848	216	2.860		
Total	1195.757	219			
Corrected Total	651.201	218			

R Squared = 0.051

(Adjusted R Squared = 0.042)

Sumber: data sekunder diolah 2013

Dari hasil output yang tersaji pada tabel 4.6 terlihat bahwa nilai signifikan adalah 0,003. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang ada bisa dianggap layak untuk memprediksi kaitan nilai perusahaan terhadap derajat implementasi manajemen risiko. Selanjutnya, pada baris ERM, terlihat signifikansi sebesar 0,003. Hal ini berarti pada tingkat keyakinan 95% derajat implementasi manajemen risiko benar-benar bisa membedakan nilai perusahaan.

#### 4.1.2.3 Kesimpulan Hasil Seluruh Pengujian Hipotesis

**Tabel 4.7 Hasil Pengujian Hipotesis**

Hipotesis	Kesimpulan	
	Sebelum Variabel Kontrol	Setelah Variabel Kontrol
Risiko Modal Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak, Berpengaruh Positif dan Signifikan	Ditolak
Risiko Likuiditas	Ditolak	Ditolak

Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan		
Risiko Kredit		
Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Diterima
Risiko Selisih Kurs		
Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Ditolak
Risiko <i>Hedging</i>		
Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Ditolak
Terdapat perbedaan nilai perusahaan pada masing-masing kelompok manajemen risiko		Diterima

Sumber : Data Sekunder diolah 2013

Sedangkan untuk regresi dengan pemisahan sampel kedalam kelompok pelaksanaan manajemen risiko, disajikan dalam tabel 4.15.

**Tabel 4.8 Hasil Pengujian Hipotesis Untuk Kelompok Terpisah**

<b>Kelompok Pertama</b>		
Hipotesis	Kesimpulan	
	Sebelum Variabel Kontrol	Setelah Variabel Kontrol
Risiko Modal Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Diterima, Berpengaruh negatif signifikan
Risiko Likuiditas Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Ditolak
Risiko Kredit Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Diterima
Risiko Selisih Kurs Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Ditolak
Risiko <i>Hedging</i> Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Ditolak
Risiko Modal Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Ditolak
<b>Kelompok Kedua</b>		
Risiko Modal Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Ditolak
Risiko Likuiditas Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Diterima, Berpengaruh Negatif dan Signifikan	Ditolak
Risiko Kredit Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Diterima
Risiko Selisih Kurs	Ditolak	Ditolak

Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan		
Risiko <i>Hedging</i>		
Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Ditolak
<b>Kelompok Ketiga</b>		
Risiko Modal		
Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Diterima, Berpengaruh negatif signifikan
Risiko Likuiditas		
Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Ditolak
Risiko Kredit		
Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Diterima
Risiko Selisih Kurs		
Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak	Ditolak
Risiko <i>Hedging</i>		
Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Diterima, Berpengaruh negatif signifikan	Ditolak

Sumber : data sekunder diolah, 2013.

## 4.2 Pembahasan

### 4.2.1 Pengaruh Risiko Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil uji regresi dengan sampel seluruh perusahaan yang melakukan manajemen risiko tanpa menggunakan variabel kontrol risiko modal berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini berbeda ketika uji regresi dilakukan pada ketiga kelompok terpisah yang tidak menemukan adanya pengaruh risiko modal pada ketiga kelompok sebelum memperhitungkan variabel kontrol. Namun, ketika variabel kontrol diperhitungkan kedalam persamaan regresi, pada kelompok pertama dan kelompok ketiga ditemukan bahwa risiko modal berpengaruh secara negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Tahir dan Razali (2011) yang menemukan hubungan positif tidak signifikan antara proporsi utang dengan nilai perusahaan.

Adanya kontradiksi antara hasil uji pengaruh risiko modal dengan melibatkan seluruh sampel dan pemisahan kelompok sampel menarik untuk diperhatikan. Secara keseluruhan, peneliti tidak bisa membuktikan adanya pengaruh risiko modal pada nilai perusahaan. Namun, dengan memisahkan kelompok sampel sesuai dengan derajat pelaksanaan manajemen risiko, hipotesis dapat dibuktikan pada kelompok sampel pertama (perusahaan mengungkapkan manajemen risiko, namun tidak menjelaskan adanya dewan direksi dan poin-poin pengendalian), dan kelompok sampel ketiga (perusahaan yang mengungkapkan manajemen risiko, pengendalian risiko, dan direktur risiko).

### 4.2.2 Pengaruh Risiko Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian sebelum memasukkan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol menunjukkan bahwa risiko likuiditas tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Dengan kata lain, peningkatan kemampuan perusahaan dalam menjamin utang lancarnya tidak berdampak pada peningkatan nilai perusahaan atau  $H_2$  yang menyebutkan risiko likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan **ditolak**. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Siregar (2010) dan Hartini (2010) yang menjelaskan adanya pengaruh tingkat likuiditas terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian pada kelompok sampel terpisah ditemukan bahwa, tanpa memperhitungkan ukuran perusahaan, risiko likuiditas berpengaruh positif dan signifikan pada kelompok kedua. Ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Siregar (2010) dan Hartini (2010) yang menjelaskan adanya pengaruh tingkat likuiditas terhadap nilai perusahaan. Sedangkan dengan memperhitungkan variabel kontrol, risiko likuiditas tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

#### 4.2.3 Pengaruh Risiko Kredit terhadap Nilai Perusahaan

Hasil regresi untuk melihat pengaruh risiko kredit pada nilai perusahaan sebelum variabel kontrol tidak menemukan adanya pengaruh risiko kredit terhadap nilai perusahaan. Hasil regresi setelah variabel kontrol menemukan adanya pengaruh risiko kredit terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti  $H_3$  yang menyebutkan risiko kredit berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan **diterima**. Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Kraus, dkk (2012) yang menyebutkan bahwa untuk risiko-risiko keuangan yang dapat dikendalikan oleh manajemen tidak akan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Di sisi lain, hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Pareja dan Tham (2001), Benos dan Papanastosopoulos (2005), dan Liao dan Chen (2005) yang menyebutkan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh ekspektasi dari arus kas yang diterima. Hasil regresi terhadap ketiga kelompok perusahaan baik dengan ataupun tanpa memperhitungkan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol, tidak menemukan adanya pengaruh negatif risiko kredit terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti  $H_3$  yang menyebutkan risiko kredit berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan ditolak. Hasil ini kontradiktif terhadap hasil penelitian dengan menggunakan seluruh sampel.

#### 4.2.4 Risiko Selisih Kurs dan Nilai Perusahaan

Dari hasil uji hipotesis tentang pengaruh risiko selisih kurs terhadap nilai perusahaan baik sebelum memperhitungkan variabel kontrol dan setelah memperhitungkan variabel kontrol, koefisien yang dihasilkan untuk risiko selisih kurs bernilai negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil uji hipotesis pada ketiga kelompok sampel terpisah sebelum memperhitungkan variabel kontrol dan setelah memperhitungkan variabel kontrol, koefisien yang dihasilkan untuk risiko selisih kurs bernilai negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti tidak terdapat pengaruh risiko selisih kurs terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan yakni risiko selisih kurs berpengaruh terhadap nilai perusahaan **ditolak**. Hasil penelitian ini kontradiksi terhadap pendapat yang dikemukakan oleh Bartram (2002) yang menjelaskan pentingnya menjaga arus kas perusahaan sebagai upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Semakin besar arus perusahaan akan berdampak otomatis pada nilai perusahaan.

#### 4.2.5 Pengaruh Risiko Hedging Terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil uji hipotesis sebelum memperhitungkan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol, risiko *hedging* tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa  $H_5$  yang menyebutkan adanya pengaruh risiko hedging pada nilai perusahaan **ditolak**. Sedangkan ketika dilakukan uji hipotesis pada kelompok sampel secara terpisah dengan tidak memperhitungkan risiko perusahaan, risiko hedging terbukti berpengaruh negatif signifikan pada nilai perusahaan yang telah menerapkan manajemen risiko dan memiliki direktur yang bertanggung jawab pada pelaksanaannya (kelompok keempat). Hasil ini mendukung penelitian Hagelin dan Pramborg (2002) yang menyebutkan ketika risiko yang dilindungi oleh *hedging* berhasil memberikan keuntungan pada perusahaan, volatilitas arus kas akan bertambah sehingga nilai perusahaan akan meningkat.

#### **4.2.6 Perbedaan Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Menerapkan Manajemen Risiko**

Hipotesis keenam diajukan untuk melihat adanya perbedaan nilai perusahaan pada ketiga kelompok perusahaan yang melakukan manajemen risiko. Dari hasil pengujian hipotesis, ditemukan bahwa nilai perusahaan antara ketiga kelompok perusahaan memiliki perbedaan. Dengan mengamati statistik deskriptif ketiga kelompok, ditemukan bahwa semakin baik derajat implementasi manajemen risiko perusahaan, nilai perusahaan terlihat semakin meningkat. Hal ini membuktikan bahwa informasi mengenai manajemen risiko dianggap sebagai *good news* bagi pengguna laporan keuangan.

### **V. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI**

Berdasarkan hasil dan pembahasan penelitian dapat disimpulkan bahwa: 1) Risiko modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara signifikan terhadap nilai perusahaan baik sebelum memperhitungkan variabel kontrol maupun setelah memperhitungkan variabel kontrol. 2) Risiko likuiditas tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan secara signifikan terhadap nilai perusahaan baik sebelum memperhitungkan variabel kontrol maupun setelah memperhitungkan variabel kontrol. 3) Risiko Kredit tidak berpengaruh pada nilai perusahaan secara signifikan terhadap nilai perusahaan baik sebelum memperhitungkan variabel kontrol maupun setelah memperhitungkan variabel kontrol. 4) Risiko selisih kurs tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan baik sebelum memperhitungkan variabel kontrol maupun setelah memperhitungkan variabel kontrol. 5) Risiko *hedging* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan baik sebelum memperhitungkan variabel kontrol maupun setelah memperhitungkan variabel kontrol. 6) Terdapat perbedaan nilai perusahaan pada masing-masing kelompok perusahaan yang melakukan manajemen risiko.

Implikasi Teoretis; Hasil penelitian memberikan bukti adanya perbedaan nilai perusahaan pada beberapa tingkat penerapan manajemen risiko. Perusahaan yang melakukan manajemen risiko dengan tingkat yang paling baik memiliki nilai perusahaan yang lebih besar dibanding perusahaan yang berada ditingkat implementasi manajemen risiko yang lebih rendah. Hal ini dapat dibuktikan dari rata-rata nilai perusahaan yang semakin besar seiring dengan membaiknya tingkat implementasi manajemen risiko yang diinformasikan didalam laporan keuangan. Ini sesuai dengan teori sinyal yang menjelaskan jika manajemen selalu berusaha untuk mengungkapkan informasi privat yang menurut pertimbangannya sangat diminati oleh calon investor dan pemegang saham khususnya kalau informasi tersebut merupakan berita baik (*good news*). Di samping itu, manajemen berminat menyampaikan informasi yang dapat meningkatkan kredibilitasnya dan kesuksesan perusahaan meskipun informasi tersebut tidak diwajibkan.

Implikasi Praktik; Penelitian ini berimplikasi pada penerapan manajemen risiko didalam perusahaan non keuangan. Bagi perusahaan, manajemen diharapkan dapat mengendalikan risiko-risiko yang terbukti secara signifikan mempengaruhi nilai perusahaan dibanding risiko yang tidak berpengaruh secara signifikan. Perusahaan dianjurkan untuk mengambil keputusan yang dapat memberikan dampak pada risiko modal yang terendah, serta menjaga tingkat likuiditas pada rasio yang aman.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang diharapkan dapat diatasi pada penelitian selanjutnya, sehingga dapat memperbaiki hasil penelitian. Saran-saran yang dapat dikemukakan berdasarkan keterbatasan penelitian adalah sebagai berikut: 1) Pengelompokan sampel kedalam beberapa kelompok hanya didasarkan pada informasi yang tersedia pada laporan keuangan. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat lebih menggali informasi mengenai pelaksanaan manajemen risiko dari sumber pendukung lainnya. 2) Ukuran perusahaan yang dijadikan sebagai variabel kontrol dapat meningkatkan kelayakan model. Namun disisi lain, kehadiran ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol memberikan hasil yang kontradiktif ketika perusahaan tidak memperhitungkan variabel

kontrol. Diharapkan pada penelitian selanjutnya, peneliti lain dapat menjelaskan korelasi ukuran perusahaan dan penerapan manajemen risiko sehingga menjelaskan kontradiksi hasil. 3) Ketika perusahaan dilihat secara lebih tersegmentasi ke dalam tingkat-tingkat penerapan manajemen risiko. Beberapa hipotesis yang terbukti pada kelompok sampel tidak bisa dibuktikan pada kelompok sampel lainnya sehingga keputusan ditolak dan diterimanya hipotesis harus dikembalikan kepada karakteristik masing-masing kelompok sampel. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat dapat menghasilkan kesimpulan yang lebih umum.

## DAFTAR PUSTAKA

- Accharya, Madhu. 2009. The Influence of Enterprise Risk Management on insurers' stock market performance – an event analysis. ERM Symposium. United Kingdom.
- Afza Talat dan Atia Alam. 2011. Corporate Derivatives and Foreign Exchange Risk Management. *The Journal of Risk Finance*. Vol.12.No.5.2011
- Bartram, Shonke M. 2002. Corporate Risk Management as a Lever For Shareholder Value Creation. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Bartram, S. M., Brown, G. W., & Conrad, J. (2009). The effects of derivatives on firm risk and value(Working paper). Chapel Hill: University of North Carolina.
- Benos, A., and Papanastasopoulos (2005). Extending the Merton Model: A Hybrid Approach to Assessing Credit Quality. Working Paper:University of Piraeus.
- Christina, Diane. 12. Kelatahan dalam Penerapan Manajemen Risiko berdasarkan Standar Internasional. Artikel. Tersedia di [www.iknow.html](http://www.iknow.html).
- Dielman, Terry E. 1991. Applied Regression Analysis for Business and Economics. Boston: PWS-KENT Publishing Company.
- Fama, E.F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*.Hal. 88 (2): 289-30
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI). 2003. Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan Corporate Governance ( Tata Kelola Perusahaan ). Indonesian Company Law. Available on-line at [www.fcgi.or.id](http://www.fcgi.or.id).
- Fuad. 2005. Simultanitas Dan “Trade-Off” Pengambilan Keputusan Finansial Dalam Mengurangi Konflik Agensi: Peran Dari Corporate Ownership. Simposium Nasional Akuntansi VIII, IAI, 2005.
- Gubernur Bank Indonesia. Peraturan Bank Indonesia Nomor 8/4/PBI/ 06 tentang Pelaksanaan Good Corporate Governance bagi Bank Umum. 06.
- Halim A dan Hanafi, 2003. Analisis Laporan Keuangan. Yogyakarta. UPP. AMP.YKPN.
- Hartini, Sri. 2010. Pengaruh Dividen Kas, Arus Kas Bersih, Leverage Ratio Dan Earning Per Share Terhadap Harga Saham Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.Universitas Sumatera Utara, Program Pascasarjana. (online),(<http://repository.usu.ac.id/handle/123456789/20595>).
- Hartono, Jogiyanto. 2000. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi Kedua.BPFE Yogyakarta.
- Herawaty, Vinolla. 2008. Peran Praktek Corporate Governance sebagai Moderating Variable dari Pengaruh Earnings Management terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 10, No. 2,Hal. 97-108.
- Hoyt, Robert E, dan Dudley L. Moore, Jr. 06. The Value of Enterprise Risk Management: Evidence from the U.S. Insurance Industry. [rhoyt@terry.uga.edu](mailto:rhoyt@terry.uga.edu).
- Ikatan Akuntan Indonesia.2004. Standar Akuntansi Keuangan Per 1 Oktober 2004. Jakarta: Salemba Empat.
- Isshaq, Zangina. 2009. Corporate Governance governance, ownership structure, cash holding, and firm value on the Ghana stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*, Vol.10 No.5, Hal. 488-499. [www.emeraldinsight.co.id](http://www.emeraldinsight.co.id)
- Jensen, M.C dan W.H. Meckling, 1976. Theory of the Firm. Manager Behaviour Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. ,3:24. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Kraus, Verena dan Othmar M.Lehner.2012. The Nexus Of Enterprise Risk Management And Value Creation: A Systematic Literature Review. *ACRN. Journal of Finance and Risk Perspective*. Vol.I
- Liao, Hsien-hsing dan Tsung-kang Chen, (2005), A Multi-periode Corporate Credit Model—An Intrinsic Valuation Approach. tersedia di [www.defaultrisk.com](http://www.defaultrisk.com).



- Liebenberg, A. P., & Hoyt, R. E. (2003). The Determinants of Enterprise Risk Management : Evidence From the Appointment of Chief Risk Officers. *Risk Management and Insurance Review*, 6(1): 37-52.
- Madura, Jeff.1997. Manajemen Keuangan Internasional, edisi keempat Jilid I. Jakarta: Erlangga.
- McShane, Michael K, dkk. 2011. Does Enterprise Risk Management Increase Firm Value? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*.
- Midiastuty, Pranata Puspa, dan Machfoedz, M., 03. Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba. Simposium Nasional Akuntansi VI.
- Ng, Tuan Hock dkk. 2010. Firm Size and Risk Taking in Malaysia's Insurance Industry. *The Journal of Rik Finance* Vol.14 No.5.2013.
- Nocco, Brian.W dan Rene M.Stultz, 2006. Entreprice Risk Management:Theory and Practice. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Scott, William R. 2000. Financial Accounting Theory. USA : Prentice-Hall.
- Siregar, Sheila Ramadhani. 2010. Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan Terhadap Harga Saham dengan Menggunakan Rasio Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, Skripsi, Universitas Sumatera Utara, Medan.
- Suwardjono, Teori Akuntansi. 2005. Teori Akuntansi Perakayasaan Pelaporan Keuangan. BPFE Yogyakarta.
- Tahir, Izah Mohd dan Ahmad Rizal Razali. 2011. The Relationship Between Enterprise Risk Management (ERM) and Firm Value: Evidence from Malaysian Public Listed Companies. *International Journal of Economics and Management Sciences Vol. 1*, No. 2, 2011.
- Wedari, Linda Kusumaning. 2004. Analisis Pengaruh Proporsi Dewan Komisaris Dan Keberadaan Komite Audit Terhadap Aktivitas Manajemen Laba. Simposium Nasional Akuntansi VII.
- Weiyang, Jia, dan Chen Baofeng. 2007. The Relationship between Risk Management and Firm Value. [Jiawy 07@yahoo.com.cn](mailto:Jiawy07@yahoo.com.cn)

*Halaman ini sengaja dikosongkan*